



影石创新 (688775.SH)

买入 (维持评级)

公司深度研究
证券研究报告

从全景龙头迈向智能影像平台, Luna 打开第二成长曲线

投资逻辑

手持影像是稀缺的高成长+情绪消费市场, 处于快速扩容的成长期。1) 记录与分享是人类底层且长期稳定的需求, 具备情绪消费价值, 手持影像产品契合当前的新消费趋势。2) 手持影像市场是典型的供给创造需求, 头部厂商通过产品创新解决手机无法高质量满足的细分市场的需求, 带动手持影像从小众需求向大众消费品跃迁。3) 据 IDC 数据, 2025 年手持影像出货量 1665 万台, 同比增长 83%, 预计 2030 年全球手持智能相机市场规模有望超过 4000 万台, 五年复合增长率接近 20%。

影石创新: 从全景龙头走向智能影像平台型公司。公司以全景影像为技术原点, 已完成"全景+运动+拇指"多极驱动的产品矩阵升级, 2025 年起加速拓品类推出无人机影翎 A1、云台相机 Luna, 平台化雏形初现。支撑其平台化扩张的核心能力有三: 1) 可复制的隐性需求洞察与品类定义能力, 2) 可跨品类复用的算法中台(全景拼接、AI 追踪、防抖、自动剪辑), 3) Insta360+云服务带来的"硬件+软件+服务"模式升级。

短期催化: 影石 Luna 差异化入局, 有望贡献较大收入增量。1) 云台相机是被大疆 Pocket 系列验证过的高景气细分市场, 根据群智咨询, 2023 年全球出货量仅 120 万台, 2026 年预计达 1480 万台, 三年增长超 11 倍。2) 影石延续产品差异化竞争, Luna 具备"分离屏+头追功能"两大显性化创新, 具备爆品潜力, 有望贡献较大收入增量。

中期视角: 如何看大疆与其他潜在入局玩家的竞争?1) 影石与大疆核心品类已进入全面竞争, 过去一年大疆采取激进价格策略, 但影石仍维持高增速与核心品类市占率第一。公司目前跟大疆财务数据层面较大的差异, 也正是其未来巨大的成长空间 2)OPPO、VIVO 计划入局云台相机, 我们认为有望进一步带动云台相机行业扩容, 格局上预计形成分层竞争, 影石、大疆定位中高端, OPPO、VIVO 主打性价比, 头部厂商有望维持较高的产品溢价。

盈利预测、估值和评级

预计公司 2026-2028 年公司实现收入 159.0/245.5/353.0 亿, 归母净利润 11.7/24.3/42.2 亿元, 对应 PE 46.0/22.2/12.8。考虑到智能影像是稀缺的高成长+情绪消费赛道, 公司凭借突出的需求洞察及产品定义能力加速打造智能影像平台型公司, 未来几年有望维持收入高增以及业绩较大修复弹性, 维持"买入"评级。

风险提示

行业竞争加剧; 存储价格波动; 新品表现不及预期。

国金证券研究所

分析师: 王刚 (执业 S1130524080001)

wang_g@gjzq.com.cn

分析师: 赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师: 蔡润泽 (执业 S1130525090001)

cairunze@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 134.40 元

相关报告:

1. 《影石创新公司点评: 营收增速超预期, 利润率阶段性承压》, 2025.10.29

2. 《影石创新公司点评: 业绩符合预期, 新品驱动成长》, 2025.8.29



公司基本情况 (人民币)

| 项目 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|--------|--------|--------|---------|--------|
| 营业收入(百万元) | 5,574 | 9,741 | 15,896 | 24,548 | 35,299 |
| 营业收入增长率 | 53.29% | 74.76% | 63.18% | 54.43% | 43.80% |
| 归母净利润(百万元) | 995 | 929 | 1,171 | 2,431 | 4,216 |
| 归母净利润增长率 | 19.91% | -6.62% | 26.09% | 107.55% | 73.43% |
| 摊薄每股收益(元) | 2.763 | 2.316 | 2.921 | 6.062 | 10.513 |
| 每股经营性现金流净额 | 3.26 | 3.46 | 3.83 | 7.35 | 11.82 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 31.27% | 16.01% | 18.88% | 31.64% | 41.16% |
| P/E | 0.00 | 101.40 | 46.01 | 22.17 | 12.78 |
| P/B | 0.00 | 16.24 | 8.69 | 7.01 | 5.26 |

来源: 公司年报、国金证券研究所



内容目录

| | |
|---------------------------------|----|
| 1、手持影像：稀缺高成长+情绪消费 | 4 |
| 1.1、影像的底层需求是什么？ | 4 |
| 1.2、手持影像处于快速扩容的成长期 | 5 |
| 1.3、如何看手持影像行业天花板？ | 6 |
| 2、影石创新：从全景龙头走向智能影像平台型公司 | 7 |
| 3、短期催化：影石 Luna 差异化入局，有望贡献较大收入增量 | 12 |
| 3.1、云台相机：高速爆发的现象级产品 | 12 |
| 3.2、Luna：不是另一个 Pocket，延续影石差异化竞争 | 13 |
| 4、中期视角：如何看待大疆以及潜在入局玩家的竞争？ | 14 |
| 4.1、如何看大疆的竞争？ | 14 |
| 4.2、如何看其他潜在入局玩家的竞争？ | 16 |
| 5、盈利预测与投资建议 | 16 |
| 5.1、盈利预测 | 16 |
| 5.2、投资建议及估值 | 18 |
| 6、风险提示 | 19 |

图表目录

| | |
|------------------------------|---|
| 图表 1：传统数码相机出货量及增速 | 4 |
| 图表 2：iphone 出货量及增速 | 4 |
| 图表 3：影像使用的场景是多样的，底层存在多种需求 | 4 |
| 图表 4：影像产品具备很强的情绪价值 | 5 |
| 图表 5：影像产品仍有很多未被满足的需求 | 5 |
| 图表 6：手持影像能够满足更多细分拍摄需求 | 5 |
| 图表 7：手持影像市场加速扩容 | 6 |
| 图表 8：618 期间消费级运动相机线上规模保持高速扩容 | 6 |
| 图表 9：手持影像稳态年出货量情景测算 | 7 |
| 图表 10：影石正在从全景龙头向影像型平台公司蜕变 | 8 |
| 图表 11：影石创新产品矩阵 | 8 |
| 图表 12：25 年影石全景相机市占率 66% | 9 |
| 图表 13：影石拇指相机市占率 57% | 9 |
| 图表 14：影石创新保持高速增长 | 9 |
| 图表 15：影石海外区域分布相对均衡 | 9 |



| | |
|---|----|
| 图表 16: 影石持续证明其对消费者隐形需求洞察和解决能力 | 10 |
| 图表 17: 影石的软件能力领先于行业 | 10 |
| 图表 18: 影石用户 AI 剪辑表现持续增长 | 11 |
| 图表 19: 影石核心能力栈的积累 | 11 |
| 图表 20: 影石云服务提供多种功能 | 11 |
| 图表 21: 云台相机演进史 | 12 |
| 图表 22: Pocket 爆火背后: 产品精准卡位 | 12 |
| 图表 23: 短视频人均单日使用时长显著提升 (单位: 分钟) | 12 |
| 图表 24: 美图付费订阅用户数量提升反映了消费者对相片质量的追求 | 12 |
| 图表 25: 大疆 Pocket 历代产品迭代 | 13 |
| 图表 26: Luna 独创分离屏设计 | 13 |
| 图表 27: Luna 配合头追模块可实现“看哪拍哪” | 13 |
| 图表 28: 影石 Luna Ultra 与大疆 Pocket 4P 对比 | 13 |
| 图表 29: 大疆、影石进入多品类全面竞争 | 14 |
| 图表 30: 大疆影石全景相机价格对比 (单位: 元) | 15 |
| 图表 31: 大疆影石运动相机价格对比 (单位: 元) | 15 |
| 图表 32: 大疆激进价格竞争下影石营收保持高速增长 | 15 |
| 图表 33: 26Q1 影石全景相机份额较 25 年进一步提升 | 15 |
| 图表 34: 影石 618 销售表现亮眼, 全周期销额增长 75% | 16 |
| 图表 35: 影石创新营收拆分 | 17 |
| 图表 36: 可比公司估值 | 18 |

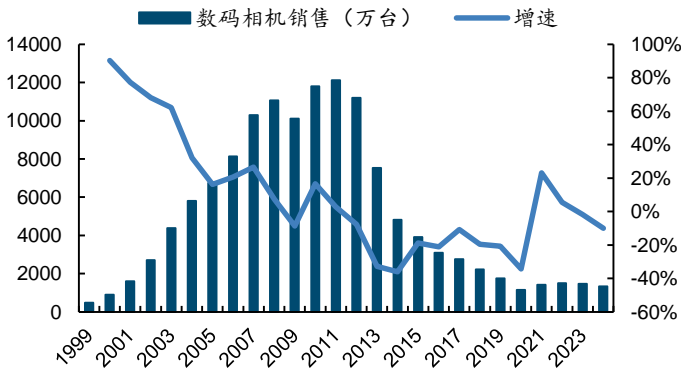


1、手持影像：稀缺高成长+情绪消费

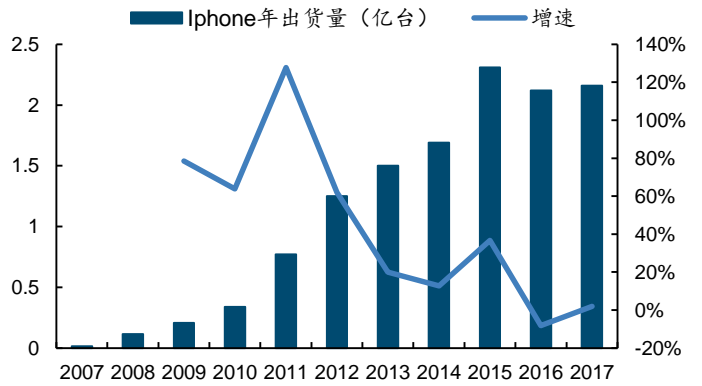
1.1、影像的底层需求是什么？

记录 and 分享是人类非常底层、长期稳定的需求。从传统数码相机到智能手机，再到近几年加速放量的手持智能影像设备，变化的只是拍摄工具，不变的是用户对“记录与分享美好生活”的底层需求。传统相机巅峰时期年销量超过一亿台，是那个时代愿意付费的记录需求总量，后续传统相机被更便捷易用且影像能力持续提升的智能手机迅速替代，手机成为人们日常记录核心场景的主要影像工具。

图表1：传统数码相机出货量及增速



图表2：iphone 出货量及增速



来源：CIPA、Statista，国金证券研究所

来源：Statista，国金证券研究所

具体来看，影像类产品有以下几大特征：

- 1) 需求分散&多样性：影像市场是开放世界，需求具备多样性，产品之间不能实现完全等效替代。如无人机能满足航拍视角、全景能够保证记录的完整性、云台相机能够兼顾画质+稳定性+便携性等。
- 2) 具备情绪消费价值：手持影像正在从拍摄工具变成“记录生活和表达身份”的情绪载体，受益于情绪经济扩容和Z世代悦己消费，手持影像能够提供愉悦感（炫酷照片）、内心波动（珍贵记忆）、彰显展示（社交价值）等情绪价值。
- 3) AI+硬件实现了产品体验的大幅升级：AI对影像产品力不是无关痛痒的锦上添花，而是影像产品体验非常核心的一环。
- 4) 仍有很多尚未满足的需求，产品依然存在很大的创新空间。

图表3：影像使用的场景是多样的，底层存在多种需求

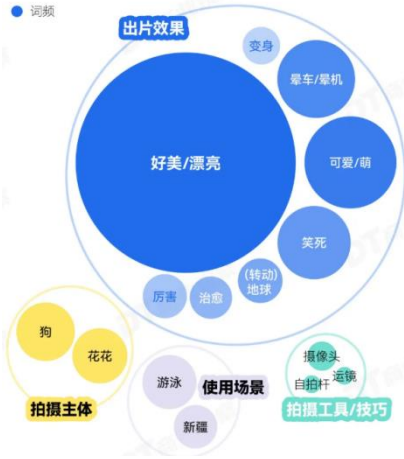
| 用户核心需求 | |
|--------|--------------------------------|
| 无人机 | 独有的航拍视角 |
| 云台相机 | 出片高级感&美感，兼顾随手记录与专业成片的中间形态产品 |
| 全景相机 | 记录的完整性；无需考虑构图机位；先拍后选不错过瞬间；创意玩法 |
| 运动相机 | 运动场景记录，六防性能强 |
| 拇指相机 | 解放双手；独特视角 |

来源：国金证券研究所



图4：影像产品具备很强的情绪价值

近一年，小红书上有关“影石”的热帖评论区都在讨论什么 DT商业观察



来源：DT 商业观察，国金证券研究所

图5：影像产品仍有很多未被满足的需求

| 需求维度 | 需求痛点 |
|-----------|------------------------------|
| 构图 | 不知道怎么把人/景色拍好看 |
| 剪辑 | 影石 AI 剪辑已到好用水平，但仍有进一步提升空间 |
| 家庭旅游记录 | 完整高质量记录，目前产品基本只能做到喊游客帮忙拍家庭合照 |
| 转瞬即逝的美好记录 | 全自动、全天候拍摄 |

来源：国金证券研究所

1.2、手持影像处于快速扩容的成长期

供给创造需求，产品创新打开需求边界。手持影像是一个典型的由产品创新持续打开需求边界、并不断把“原本不存在的消费决策”转化为真实购买行为的供给创造型行业。影像市场的需求场景丰富、多样化，但解决方案主要集中在手机，因此存在非常多未被满足的需求。品类成长的核心逻辑不在于替代手机，而在于解决手机在运动、防水、防抖、第一视角、360°记录、后构图、机械增稳、轻量佩戴、专业创作效率等多个场景下的能力缺口。从 GoPro 定义运动相机、影石定义全景相机与拇指相机、到大疆推动云台相机大众化，每一次产品形态创新，本质上都是解决手机无法高质量满足的细分场景需求，推动手持影像从小众需求向大众消费品跃迁。

图6：手持影像能够满足更多细分拍摄需求

| 需求场景/能力 | 手机 | 运动相机 | 全景相机 | 拇指相机 | 云台相机 |
|---------------|----|------|------|------|------|
| 高强度运动稳定记录 | 弱 | 强 | 强 | 中 | 弱 |
| 防水/耐寒/耐摔 | 中 | 强 | 强 | 中 | 弱 |
| 360°记录与后构图 | 弱 | 弱 | 强 | 弱 | 弱 |
| 第一视角/佩戴拍摄 | 中 | 强 | 中 | 强 | 弱 |
| 人像 Vlog 与机械增稳 | 中 | 中 | 中 | 中 | 强 |
| 创意玩法与低门槛出片 | 中 | 较强 | 强 | 强 | 强 |
| 日常便携随身性 | 强 | 中 | 中 | 强 | 中 |
| 专业后期/内容二创空间 | 中 | 中 | 强 | 中 | 较强 |

来源：国金证券研究所



新的消费趋势也带动手持影像市场持续扩容。近几年全球户外运动和短视频、Vlog 呈现爆发态势，催生了影像产品很多细分场景的需求，供给端的创新与需求共振带动行业持续加速扩容。根据 IDC 报告，25 年全球手持影像市场出货量 1665 万台，同比+83%，预计 2030 年出货量有望超过 4000 万台。

根据 IDC 报告，手持影响的用户人群画像中，新生代年轻群体占据主流，目前人群画像主要是学生党、女性群体、运动爱好者，设备主要用于日常生活 Vlog 和户外运动记录，追寻自我解放快乐好玩，需要相机小巧便携耐用，相对高画质（防抖动），后期编辑简单和快速分享以及有优势的售价。

图表7：手持影像市场加速扩容

| (单位：万台) | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E |
|---------|------|------|------|-------|
| 手持影像销量 | 460 | 534 | 738 | 1361 |
| 同比 | | 16% | 38% | 84% |
| 运动相机销量 | 363 | 411 | 524 | 939 |
| 同比 | | 13% | 27% | 79% |
| 全景相机销量 | 83 | 96 | 155 | 218 |
| 同比 | | 16% | 61% | 40% |
| 拇指相机销量 | 14 | 27 | 59 | 191 |
| 同比 | | 93% | 121% | 223% |

来源：久谦，国金证券研究所

618 高频数据进一步验证行业的高景气度。据奥维云网，2026 年 618 大促期间，中国消费级运动相机在线上市场零售量达到 135 万台，同比增长 65.4%；零售额 32.2 亿元，同比增长 52.9%，显著高于整体消费电子市场的平均水平。其中，全景、拇指、云台相机销额同比分别增长 11.1%、73.3%、53.1%。

图表8：618 期间消费级运动相机线上规模保持高速扩容



来源：奥维云网，国金证券研究所

1.3、如何看手持影像行业天花板？

1、对标传统相机巅峰销量

全球数码相机巅峰 1 亿台+出货量代表 2010 年代全球消费者愿意付费的影像需求，考虑到 1) 影像产品需求非常底层、情绪消费属性重，新一代消费人群的影像消费需求应该高于 10 年代；2) 手机是便携且拥有不错影像能力的产品，但在各类细分场景、多元的需求解决方案比不上各类手持影像产品，pocket 产品爆发式的增长也反应了这一趋势；因此，我们认为手持影像行业天花板可参考数码相机巅峰销量。

2、两类典型细分场景需求测算

1) 户外运动场景。我们将全球用户分为欧美、国内以及其他地区，在不同情景下，我们



假设欧美手持影像在运动人群中的渗透率达到 10%/15%/20%，中国达到 8%/12%/16%，其他地区达到 3%/5%/8%，考虑 4 年左右的更换周期，对应稳态年销量分别为 2880/4460/6323 万台。

- 2) Vlog 专业创作群体。我们按照国内及海外划分，海外方面参考 YouTube 活跃创作者约 6900 万人；国内方面参考 QuestMobile 及抖音&B 站活跃创作者比重，推算活跃创作者人数 4400 万人。在不同情景下，我们假设海外创作者手持影像渗透率达到 25%/50%/60%，国内达到 20%/40%/60%，按 4 年更新周期测算，对应稳态年销量分别为 649/1298/1774 万台。

图表9：手持影像稳态年出货量情景测算

| 测算维度 | 总人口(亿) | 户外参与率 | 户外参与人数(亿) | 渗透率 | | | 稳态存量(万台) | | | 更新周期(年) | 年销量(万台) | | |
|------------------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------|--------------|--------------|--------------|
| 场景一·户外 基础人群 = 总人口 筛选比例 = 户外参与率 | | | | | | | | | | | | | |
| 北美 | 5.0 | 50% | 2.50 | 10% | 15% | 20% | 2,500 | 3,750 | 5,000 | 4 | 625 | 938 | 1,250 |
| 欧盟 | 4.5 | 50% | 2.25 | 10% | 15% | 20% | 2,250 | 3,375 | 4,500 | 4 | 563 | 844 | 1,125 |
| 中国 | 14.1 | 30% | 4.23 | 8% | 12% | 16% | 3,384 | 5,076 | 6,768 | 4 | 846 | 1,269 | 1,692 |
| 其他 | 56.4 | 20% | 11.28 | 3% | 5% | 8% | 3,384 | 5,640 | 9,024 | 4 | 846 | 1,410 | 2,256 |
| 合计 | 80.0 | 25.3% | 20.26 | 5.7% | 8.8% | 12.5% | 11518 | 17841 | 25292 | 4 | 2,880 | 4,460 | 6,323 |
| 场景二·创作者 基础人群 = 平台用户 筛选比例 = 创作者占比 | | | | | | | | | | | | | |
| 测算维度 | 活跃用户数(亿) | 活跃创作者占比 | 活跃创作者数量(亿) | 渗透率 | | | 稳态存量(万台) | | | 更新周期(年) | 年销量(万台) | | |
| 中国(QuestMobile去重月活) | 10.9 | 4.0% | 0.44 | 20% | 40% | 60% | 870 | 1,741 | 2,611 | 4 | 218 | 435 | 653 |
| 海外(以油管月活为代表) | 27.0 | 2.6% | 0.69 | 25% | 50% | 65% | 1,725 | 3,450 | 4,485 | 4 | 431 | 863 | 1,121 |
| 合计 | 37.9 | 3.0% | 1.13 | 23.1% | 46.1% | 63.1% | 2595 | 5191 | 7096 | 4 | 649 | 1,298 | 1,774 |

来源：QuestMobile、OSMOMIDEA、中国体育报、哔哩哔哩、demandstage、global media insight, 国金证券研究所测算

注：1) 参考 2023 年美国户外运动参与人数约 1.7 亿 (占人口约 50%)，假设欧美稳态户外参与率为 50%；国内参考体育总局《户外运动产业发展规划(2022-2025 年)》中的户外运动参与数据，假设我国稳态户外参与率为 30%；全球其他区域假设参与率为 20%。

2) 根据 EmergenResearch，24 年美国 adventure travelers 中 65% 使用运动相机，根据 ATTA 数据推算美国 18 岁以上 adventure travelers 数量为 6000w 以上，约占美国人口比重的 1/5，考虑到产品力提升带动渗透率提升，据此假设北美手持影像中枢渗透率 15%，欧洲预计与北美相似；中国预计低于欧美；其他地区由于欠发达地区人口比重较高，预计平均渗透率低于中国。

3) QuestMobile 统计的五大平台去重月活人数 10.9 亿，其中活跃创作者占比取 B 站连续五年投稿 up 主数量占日活比重，考虑到抖音等平台的使用频率可能更高，因此略作上修至 4% 左右，海外参考 demandsage 统计的 6900w 创作者数量及 global media insight 统计的 27 亿月活用户，推算活跃创作者比例约 3% 左右。此处创作者特指以户外、旅行、运动、生活方式为主要内容方向的活跃创作者，全景/运动相机对该类内容具有不可替代性，因此假设长期渗透率高于泛户外爱好者群体。

2、影石创新：从全景龙头走向智能影像平台型公司

影石创新过去 10 年发展可以总结为：定义全景运动相机入场—>全景龙头，开启多品类扩张—>影像平台型公司。

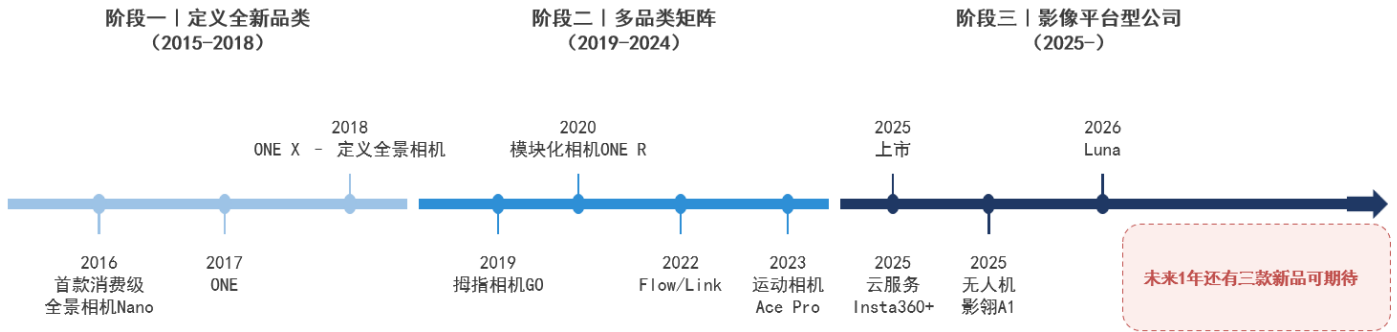
阶段一：2015-2018 年。影石通过定义全新品类全景运动相机切入，完成产品验证、品牌出海与全景赛道卡位。

阶段二：2018-2024 年。通过持续产品创新打开全景相机市场并坐稳全景相机龙头，19 年推出 Go 拇指相机，23 年推出运动相机 Ace Pro，形成多品类矩阵

阶段三：2025-。影石 25 年上市，加速多品类扩张节奏，25 年推出影翎无人机，26 年计划上市云台相机、无线领夹麦、影石无人机（拍摄机器人）三个新品类，未来一年预计还有三个新品类上市，影像平台型公司雏形初现。



图表10：影石正在从全景龙头向影像型平台公司蜕变



来源：公司官网，国金证券研究所

图表11：影石创新产品矩阵



来源：公司官网，国金证券研究所

拆分品类来看，影石创新的全景、拇指相机维持行业主导地位，运动相机高速增长，无人机、云台相机 Luna 打开未来成长空间。从区域分布来看，影石 25 年海外收入占比 69%，海外市场结构较为均衡，中国市场在品类认知度提升以及线下门店加大布局下展现出更快的增速。

全景相机：25 年收入预计 44 亿，收入占比 45%，过去几年复合增速超过 50%。25 年在大疆入局全景相机后，市占率仍保持在 66% 的绝对领先水平。

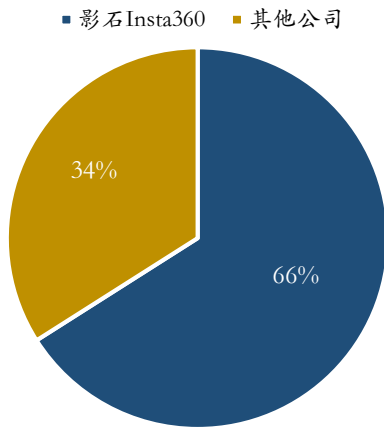
拇指相机：收入预计从 21 年的 2 亿迅速提升至 25 年的 14 亿，25 年收入占比 15%。25 年在大疆入局拇指相机后，市占率仍保持在 57% 的领先水平。

运动相机：23 年入局，当年收入接近 1 亿；25 年预计收入 21 亿，营收占比快速提升至 21%。



图表12: 25年影石全景相机市占率66%

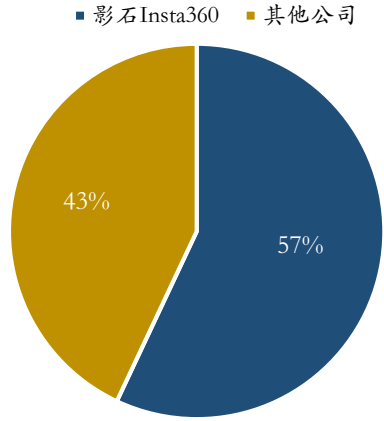
2025年全球全景相机市场销额份额



来源: IDC, 国金证券研究所

图表13: 影石拇指相机市占率57%

2025年全球拇指相机市场销额份额



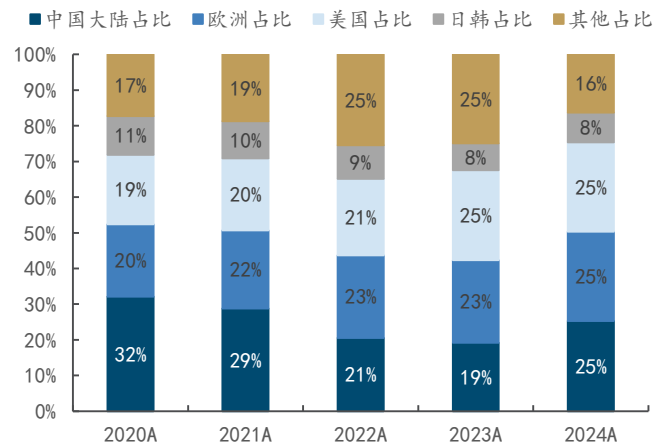
来源: IDC, 国金证券研究所

图表14: 影石创新保持高速增长

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 13.28 | 20.41 | 36.36 | 55.74 | 97.41 |
| YOY | 56% | 54% | 78% | 53% | 75% |
| 消费级智能影像收入 | 10.89 | 17.04 | 31.32 | 47.89 | 85.16 |
| YOY | 64% | 57% | 84% | 53% | 78% |
| 全景相机收入 | 6.88 | 10.92 | 20.09 | 29.16 | 44.30 |
| 收入占比 | 52% | 54% | 55% | 52% | 45% |
| 拇指相机收入 | 2.38 | 1.27 | 4.62 | 9.01 | 14.13 |
| 收入占比 | 18% | 6% | 13% | 16% | 15% |
| 运动相机收入 | | | 0.97 | 5.77 | 20.93 |
| 收入占比 | | | 3% | 10% | 21% |

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表15: 影石海外区域分布相对均衡



来源: 公司公告, 国金证券研究所

影石沉淀了哪些核心能力? 平台型公司的底层支持在哪?

未来影像行业的竞争范式在变化, 纯硬件维度的差距和长期差异化空间在收窄, 未来竞争更多在 AI 能力、软件生态、差异化创新等多维竞争, 最终比拼的是对消费者未被满足需求的解决方案, 记录与创作效率。

影石创新目前正处于智能影像平台形成期, 我们认为支撑其平台化有三大核心能力:

1、可复制的需求洞察和产品定义能力

跟大部分消费电子企业以参数迭代驱动换机的方式不同, 影石的产品方法论不是比参数, 而是通过流程重构找到隐性需求, 再用软硬件结合完整解决需求, 实现产品的差异化竞争优势。不同于通过消费者反馈、评论容易识别的显性需求, 隐形需求往往用户在被满足之前也没有清晰感知、准确表达, 需要建立成熟的需求洞察机制。

影石在多个品类持续证明其挖掘隐形需求, 产品差异化竞争的能力, 我们认为这是公司未来走向平台型公司最核心的支撑。

1) 2017年, 全景运动相机 首创"先拍摄、后取景"技术路径, 解决极限运动场景下实时构图困难、画面抖动及自拍杆入画等核心痛点。

2) 2019年, GO 系列拇指相机 以极致小型化突破传统运动相机佩戴繁琐、携带负重的瓶



颈，切入骑行、跑步等日常轻量化场景。

3) 2023 年，Ace 系列运动相机 搭载翻转屏将产品边界从极限运动扩展至 Vlog、街拍等泛内容创作领域；后续配件套装进一步覆盖细分人群。

4) 2025 年，影翎全景无人机 将全景影像技术延伸至空中维度，以全景拼接实现机身隐形，配合 Vision 飞行眼镜重构无人机的交互逻辑与使用门槛。

5) 2026 年，Luna 云台相机分离屏设计自带遥控与图传，突破机身与取景操控的物理捆绑限制，解决单人拍摄的场景约束。

图表16: 影石持续证明其对消费者隐形需求洞察和解决能力

| 用户需求 | 解决方案 |
|--------------------------|--|
| 隐性需求：创造自由度，运动相机拍摄过程中取景痛点 | 开创全景运动新品类，先拍摄后取景，用户可自由截取 360° 画面中的最佳视角 |
| 隐性需求：第三人称视角（跟拍） | 隐性自拍杆 |
| 隐性需求：可玩性 | 子弹时间、AI 创意库 |
| 隐形需求：不想错过精彩瞬间，弱存在感 | 拇指相机，无感记录 |
| 隐形需求：不懂航拍，摇杆学习成本高 | 全景无人机，先飞行，后取景 |
| 隐形需求：自拍看不到画面，无人机位无法构图 | Luna 分离屏设计，构图自由度和玩法提升 |

来源：国金证券研究所

2、全景算法和 AI 能力领先

影石是一家用软件定义和重构影像的公司，算法、AI 剪辑/软件是其产品的护城河。

全景算法：全景相机技术壁垒较高，主要体现在采集和拼接算法，影石具备很强的先发优势和数据优势。要实现高分辨率、低畸变的全景图像/视频采集，并完成多镜头画面的毫秒级同步、校准与无缝拼接，涉及复杂的光学设计、图像标定算法和实时数据处理能力，需要长期的研发积累和技术迭代。

AI 能力：影石在 AI 赋能影像产品上，逐步从画质增强、防抖、美颜、场景理解、主体识别、运动预测等单点优化，拓展到自动剪辑、自主构图决策。在自动剪辑方向，影石 6 年前就开始研发自动剪辑技术，AI 剪辑导出率逐年提升，2026Q1 已提高至 50% 的水平；在自主拍摄方向，AI 推动设备由“可控制”向“可感知、可判断、可执行”升级，使其能够围绕人物、运动状态和场景变化，自动优化拍摄策略和画面组织，影石未来计划推出的 cameraman 在自动拍摄能力方向再次实现引领行业。

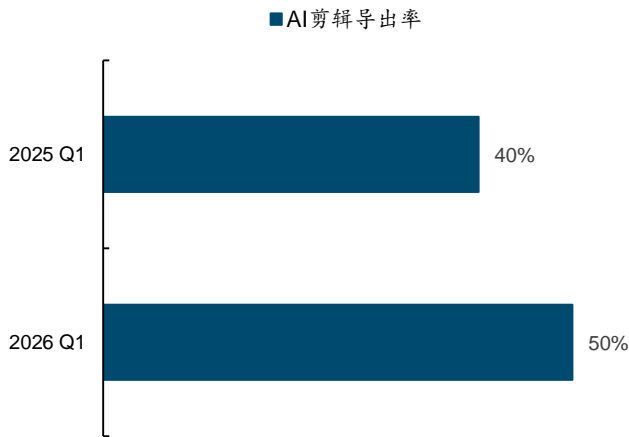
图表17: 影石的软件能力领先于行业

| AI/算法能力 | 目前水平 | 行业对比 |
|--------------|--------------------------|------|
| 全景拼接 | 毫秒级同步与神经网络拼接 | 领先行业 |
| FlowState 防抖 | PC 端 1-2ms/帧，移动端 3-5ms/帧 | 领先行业 |
| AI 追踪 | 复杂场景持续稳定追踪 | 领先行业 |
| AI 剪辑 | 用户导出率近 50% | 领先行业 |
| 自动构图/拍摄 | 预计未来一年上市的拍摄机器人产品实现 | / |

来源：国金证券研究所



图表18: 影石用户 AI 剪辑表现持续增长



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表19: 影石核心能力栈的积累



来源: 公司公告, 国金证券研究所

3、云服务提升用户迁移成本，加深品牌壁垒

2025年1月，影石全新推出 Insta360+云服务，集云存储、云分享、云播放、云剪辑、云导出于一体。Insta360+支持 X2/X3/X4/X4 Air/X5、Ace Pro 2、G0 Ultra，Insta360+支持 X2/X3/X4/X4 Air/X5、Ace Pro 2、G0 Ultra，提供 200GB/1TB/2TB 三档存储套餐，年度尊享版(含全景相机)售价 199/599/799 元，年度经典版(仅广角相机)售价 129/399/599 元。

图表20: 影石云服务提供多种功能

来源: Insta360 官网, 国金证券研究所

我们认为云服务虽然短期无法未来很大的收入增量，但中期具备非常高的战略价值。核心体现在四个方面：

- 1、从功能价值而言，云服务能提升用户使用体验，带来更好的用户粘性：云端可缓解本地存储压力，兼顾素材备份与便捷分享；更强的 AI 剪辑功能依托云端算力实现。
- 2、搭建数据飞轮，沉淀核心用户资产。用户使用云存储、AI 剪辑、创作模板等功能时，会产生取景习惯、内容偏好、分享行为等海量数据。数据持续迭代优化 AI 模型，落地更贴合需求的新功能，进一步吸引用户使用，形成正向循环。



3、商业模式升级。从赚硬件的钱走向“硬件+软件+服务”平台模式，软件增值服务是非常重要的收入和利润构成。24年 GoPro 订阅收入占比 13%，毛利率 70%+，显著高于硬件。

4、重塑用户关系，抬高迁移成本。消费电子大多数一次性的卖货逻辑，而云服务把品牌跟用户的关系从“买完即结束”转向“持续被服务”，显著提升用户迁移成本，加深品牌壁垒。

3、短期催化：影石 Luna 差异化入局，有望贡献较大收入增量

3.1、云台相机：高速爆发的现象级产品

云台相机：被 Pocket 系列验证过的高景气、高天花板的细分市场，目前被大疆单一龙头主导。据《中国企业家杂志》报道，截止 25Q3, Pocket3 在面世后 23 个月累计销量突破 1000 万台。IDC 数据显示，全球云台相机销量 25 年同比增长 100%，成为现象级产品。

大疆 Pocket 系列爆火的背后是供需共振：短视频 VLOG 创作需求的爆发+Pocket 产品精准定位和形态创新

需求端：短视频与 Vlog 创作需求爆发，大量用户对“轻量化、高质感”影像记录存在真实诉求，手机与专业相机之间的市场空白长期未被有效填补。

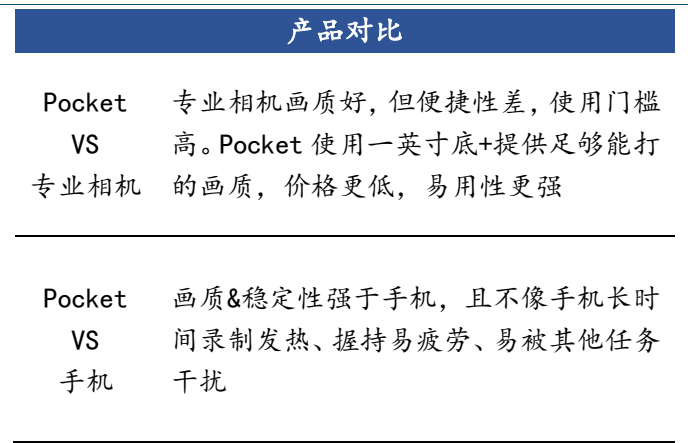
供给端：Pocket 以独特形态精准卡位。大疆 pocket 独家融合机械云台防抖、大底画质、智能自动拍摄，是兼顾随手记录与专业成片的中间形态产品。对比专业相机，以一英寸底+人像算法提供足够能打的画质，价格更低、易用性更强；对比手机，三轴机械云台+大底组合在稳定性与画质上具备明显优势，且规避了长时间录制发热、握持疲劳、任务干扰等使用痛点。

图表21：云台相机演进史



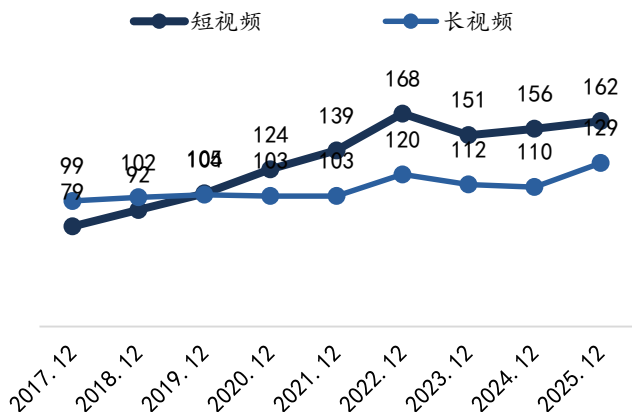
来源：晚点，国金证券研究所

图表22：Pocket 爆火背后：产品精准卡位

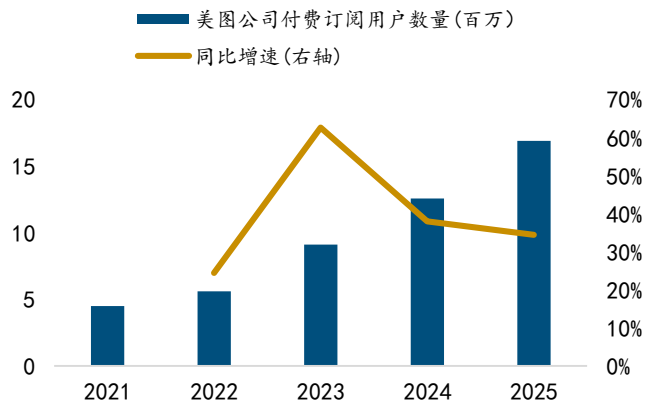


来源：国金证券研究所

图表23：短视频人均单日使用时长显著提升（单位：分钟）



图表24：美图付费订阅用户数量提升反映了消费者对相片质量的追求





来源：CNNIC，国金证券研究所

来源：美图公司公告，国金证券研究所

3.2、Luna：不是另一个 Pocket，延续影石差异化竞争

大疆历经三代产品打磨升级，Pocket3 成为现象级产品，在稳定、画质、易用性等方面做到非常优秀的水平，但产品思路则主要围绕硬件规格进行升级迭代，功能边界的拓展相对有限。

图表25：大疆 Pocket 历代产品迭代

| | Pocket | Pocket 2 | Pocket 3 | Pocket 4 |
|------|-------------------------------|---------------------|--|-------------------------------------|
| 发布时间 | 2018 年 11 月 | 2020 年 10 月 | 2023 年 10 月 | 2026 年 4 月 |
| 传感器 | 1/2.3 英寸 | 1/1.7 英寸 | 1 英寸 | 1 英寸 |
| 视频规格 | 4K/60fps | 4K/60fps+HDR | 4K/120fps+10bit | 4K/240fps+10bit |
| 屏幕 | 1.08 英寸触控 | 触控屏 | 2 英寸旋转屏 | 2 英寸 OLED 旋转屏 |
| 上市价格 | 2499 元 | 2499 元 | 3499 元 | 2999 元 |
| 核心升级 | 开创品类，解决手机在画质、稳定、便携、易用上无法兼顾的矛盾 | 更大传感器、集成无线麦克风解决收音问题 | 产品从可用到好用：1 英寸大底带来超过旗舰手机的画质；带来愉悦感的旋转屏；肤色优化方案拍的更好看 | 传感器画质、视频帧率升级；新增 10-bit D-Log 专业色彩模式 |

来源：大疆官网、国金证券研究所

Luna 产品差异化在哪？

1、2 大显性创新：1) 分离屏设计，集成 20 米高清图传、远程取景、远程操控、无线收音四大功能，彻底解决单人拍摄、合影拍摄、远距离拍摄痛点 2) 头追模块：以第一人称视角实现“看哪拍哪”，解放双手，沉浸体验和记录当下兼得

2、解题思路的根本性差异。大疆定义 Pocket 是拍摄工具，产品迭代思路是做更好的拍摄工具。而影石认为，消费者需要的不是更好的拍摄工具，而是更好的记录和分享自己的生活。Luna 的破解点就在于“cameraman”定义产品，打造成“随身摄影师”，头追模块就是“cameraman”产品的践行，让用户解放双手全身心投入当下生活即可。后续更多 AI 能力的深化和应用会是产品持续迭代升级的方向。

图表26：Luna 独创分离屏设计



来源：影石创新公众号，国金证券研究所

图表27：Luna 配合头追模块可实现“看哪拍哪”



来源：影石创新公众号，国金证券研究所

图表28：影石 Luna Ultra 与大疆 Pocket 4P 对比

| | Luna Ultra | Pocket 4P |
|----|-----------------------|-----------------------|
| 价格 | 3999 | 3799 |
| 主摄 | 1 英寸，等效 20mm f/1.8 固定 | 1 英寸，等效 20mm，f/2.0 固定 |



| | Luna Ultra | Pocket 4P |
|------|-----------------------------|-------------------------|
| 长焦 | 1/1.3 英寸，等效 60mm f/2.0 | 1/1.3 英寸，等效 60mm f/1.8 |
| 分辨率 | 8K30fps;4K60fps 夜景视频录制 | 4K240fps;4K30fps 夜景视频录制 |
| 产品形态 | 分离屏+头追 | 一体式固定屏 |
| 产品理念 | 打造有 AI 能力、替你操心构图和追踪的“跟拍摄影师” | 打造更好的拍摄工具 |

来源：大疆官网，影石官网，国金证券研究所

如何看 Luna 未来的潜力？

从赛道空间、产品竞争力及生态协同三个维度来看，Luna 具备较高的放量可能性，有望成为公司新一代核心增长单品，贡献较大收入增量。

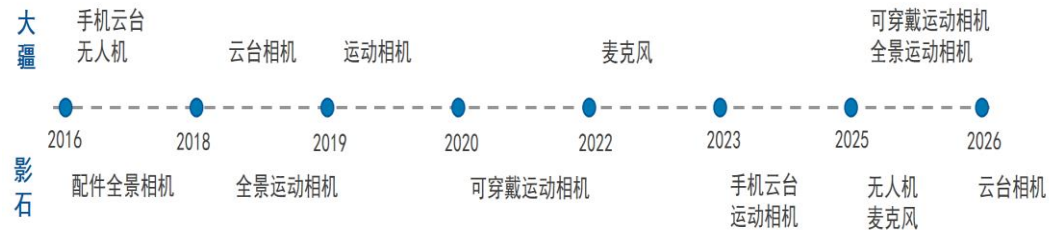
- 1) 云台相机是过去几年爆发式增长的新成长赛道，增量市场中差异化产品更易突围。
- 2) 影石 Luna 产品具备很强的差异化竞争优势。影石在云台防抖、影像算法层面已有深厚积累，产品纯硬件水平和大疆差异很小，“分离屏、头追”等体验层创新带来显性差异化竞争。
- 3) 与现有生态高度协同。云台相机属于影石产品线的自然延伸，与影石现有用户群、算法优势、配件生态、AI 剪辑能力高度兼容。

4、中期视角：如何看待大疆以及潜在入局玩家的竞争？

4.1、如何看大疆的竞争？

过去两家公司分别占据不同腹地，大疆主导消费级无人机&云台相机，影石主导全景相机、拇指相机。25 年影石入局无人机，大疆跟进全景和拇指相机，26 年影石推出云台相机 Luna，核心品类基本进入全面竞争。

图表29：大疆、影石进入多品类全面竞争



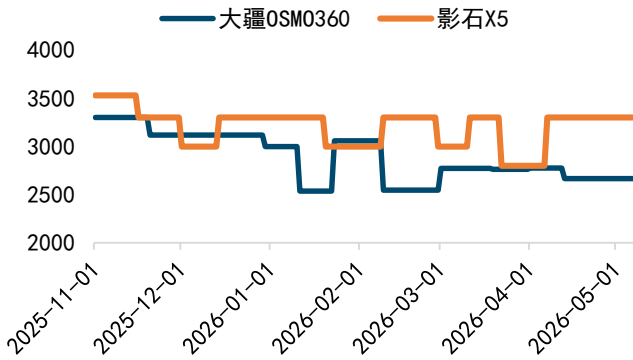
来源：公司官网、国金证券研究所

据《晚点》报道，大疆 25 年营收超 800 亿元，利润 200 多亿，对于影石而言，大疆毫无疑问是极为强大的竞争对手，市场也始终担心大疆带来的竞争压力。但换个视角，影石目前跟大疆在财务数据层面较大的差距，也正是影石未来巨大的成长空间。作为高速增长的后发者，影石具备很强的差异化优势和局部能力领先，上市以来加大研发投入也是加速打造更深更广的能力栈，随着大量前置的投入在未来几年持续转换为收入和业绩，合理预期未来几年跟大疆财务指标的差距会持续收敛。

过去一年以来，大疆在手持影像产品上采取了较为激进的价格竞争，价格平均比影石低 20%。但从结果来看，影石仍然保持了非常高的营收增速和核心品类份额。根据 IDC，2026Q1 影石在全景相机市场继续保持全球销量、销售额双第一，其中销售额市占率达 71%，较 2025 年的 69% 进一步提升，泛运动相机销额增速 77%，位居行业第一。证明了：1) 大疆入局虽然带来了竞争，也进一步带动了行业扩容，2) 影石产品的差异化是消费者愿意付溢价的。

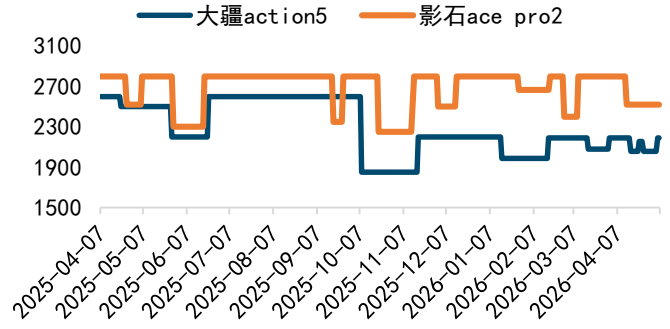


图表30: 大疆影石全景相机价格对比 (单位: 元)



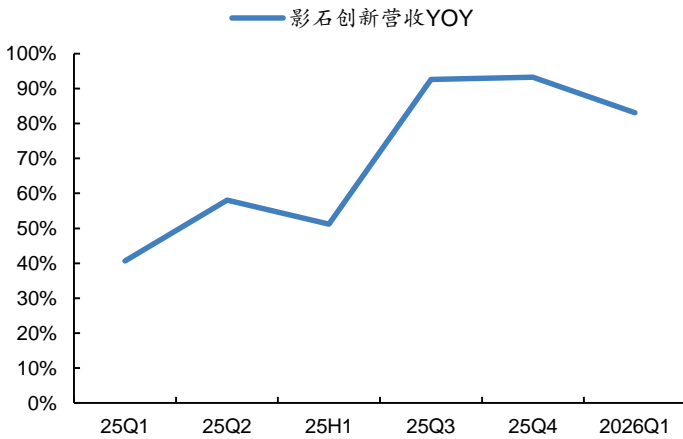
来源: 慢慢买, 国金证券研究所

图表31: 大疆影石运动相机价格对比 (单位: 元)



来源: 慢慢买, 国金证券研究所

图表32: 大疆激进价格竞争下影石营收保持高速增长



来源: Wind, 国金证券研究所

图表33: 26Q1 影石全景相机份额较 25 年进一步提升



来源: IDC, 国金证券研究所



图表34：影石 618 销售表现亮眼，全周期销额增长 75%



来源：影石创新公众号，国金证券研究所

同时，我们认为去年大疆的价格竞争也到了比较极致的水平，因为消费电子行业是不具备互联网龙头那种打法的基础，持续不顾利润率的低价吸引来的用户在下一轮换机周期并不会留存下来，所以当期牺牲很多利润率是不具备商业合理性的选择。

4.2、如何看其他潜在入局玩家的竞争？

根据《新消费日报》，OPPO、VIVO 也在计划进军云台相机市场。我们认为 OPPO、VIVO 入局主要基于以下考虑：

- 1、手机主业面临天花板，出货量低增长、换机周期延长
- 2、云台相机是稀缺的高增长和高利润率的消费电子赛道
- 3、手机影像能力&供应链能力外溢，具备产业协同优势。技术协同上，OPPO、VIVO 长期以影像为核心差异化，VIVO 携手蔡司、OPPO 联合哈苏，在大底传感器、光学镜头、色彩科学、计算影像领域积累深厚，可快速迁移至云台相机。供应链协同上，手持影像设备的核心元器件，如 CMOS 图像传感器、光学镜头、DSP 芯片等与手机供应链高度重叠，OPPO、VIVO 具备较强的规模优势。此外渠道层面，OPPO、VIVO 线下门店布局更为完善，尤其低线城市。

怎么看 OPPO、VIVO 入局对云台相机格局的影响？

- 1、云台相机相比手机仍是小市场，目前核心玩家大疆、影石在手持影像赛道又具备很强的品牌心智和产品创新能力。OPPO、VIVO 在云台相机长期投入决心待验证，后续推出的产品力也需要经过市场考验，是否能顺利占据一定市场份额需要观察。
- 2、若 OPPO、VIVO 顺利入局，我们预计更大可能的情景是其产品定价低于大疆和影石，满足大众化产品需求，打开低线城市云台相机市场，带动行业进一步扩容。格局上预计形成分层竞争，大疆和影石偏中高端，OV 走性价比大众路线，大疆、影石有望凭借产品创新维持较高溢价

5、盈利预测与投资建议

5.1、盈利预测

我们预计 2026-2028 年公司实现营业收入为 159.0、245.5、353.0 亿元，同比分别+63.2%、+54.4%、+43.8%，归母净利润 11.7、24.3、42.2 亿元，同比分别+26.1%、+107.6%、+73.4%。

消费级智能影像设备

收入方面：手持影像行业处于快速增长阶段，公司全景相机、拇指相机有望凭借领先的产



品力维持较高的市占率，保持较快增长；运动相机入局较晚，过去几年实现超高增长，但份额仍有较大提升空间，预计增速降速但仍保持高速增长；云台相机是目前最大的细分市场，影石 Luna 有望在云台市场凭借差异化产品优势持续提升市场份额，贡献较大收入增量。我们预计消费级智能影像设备 2026-2028 年实现销售收入 140.5、217.9、311.7 亿元，同比增长约 65.0%、55.0%、43.0%。

毛利率：存储等核心原材料价格的上升、行业竞争加剧预计将对影像业务毛利率构成一定压力，但随着公司品类扩张、产品结构提升以及规模效应增强，毛利率有望企稳回升。预计 2026-2028 年消费级智能影像设备毛利率分别为 41.0%、42.0%、43.0%。

配件及其他产品

营收：配件销售与影像产品出货相关度较高，有望受益与主业品类扩张及增长；2025 年初公司推出 Insta360+云服务，有望随着用户基数扩大+AI 剪辑使用率提升贡献更多收入增量。预计 2026-2028 年配件及其他产品收入分别为 18.1、27.1、40.7 亿元，同比分别增长约 60.0%、50.0%、50.0%。

毛利率：配件本身毛利率较高，叠加云服务收入占比逐步提升，板块盈利能力有望持续改善。预计 2026-2028 年毛利率分别为 55.0%、60.0%、60.0%。

专业级智能影像设备

营收：公司在 VR 全景相机领域积累深厚，Pro、Titan 等产品具备先发优势；近年推出 Connect 系列切入会议场景，有望贡献一定增量。预计 2026-2028 年专业级智能影像设备收入分别为 0.33、0.43、0.56 亿元，期间同比增长 10.0%。

毛利率：专业级产品单价高、定制化程度强，毛利率整体优于消费级。预计 2026-2028 年毛利率分别为 55.0%、60.0%、60.0%。

图表35：影石创新营收拆分

| 单位：亿元 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 36.4 | 55.7 | 97.4 | 159.0 | 245.5 | 353.0 |
| yoy | 78.2% | 53.3% | 74.8% | 63.2% | 54.4% | 43.8% |
| 毛利率 | 56.0% | 52.2% | 45.7% | 42.6% | 44.0% | 45.0% |
| 消费级智能影像设备 | 31.3 | 47.9 | 85.2 | 140.5 | 217.9 | 311.7 |
| yoy | 83.7% | 52.9% | 77.8% | 65.0% | 55.0% | 43.0% |
| 其中： | | | | | | |
| ONE X | 20.1 | 29.2 | 44.3 | 61.4 | 82.1 | 109.7 |
| YOY | 84.0% | 45.1% | 51.9% | 38.6% | 33.7% | 33.7% |
| GO | 4.6 | 9.0 | 14.1 | 20.3 | 28.1 | 39.0 |
| YOY | 263.8% | 95.0% | 56.8% | 43.6% | 38.6% | 38.6% |
| Ace | 1.0 | 5.8 | 20.9 | 34.2 | 50.8 | 70.4 |
| YOY | | 494.8% | 262.7% | 63.4% | 48.5% | 38.6% |
| 毛利率 | 55.1% | 51.4% | 44.9% | 41.0% | 42.0% | 43.0% |
| 专业级智能影像设备 | 0.3 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.6 |
| yoy | -28.9% | -30.6% | 5.3% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| 毛利率 | 60.6% | 56.5% | 59.7% | 55.0% | 60.0% | 60.0% |
| 配件及其他产品 | 4.3 | 7.2 | 11.3 | 18.1 | 27.1 | 40.7 |
| yoy | 65.6% | 68.3% | 57.5% | 60.0% | 50.0% | 50.0% |
| 毛利率 | 61.1% | 57.3% | 54.9% | 55.0% | 60.0% | 60.0% |

来源：Wind，国金证券研究所预测

费用率预测：销售费用方面，公司持续完善全球销售网络建设，线下直营门店的拓展以及无人机、云台等新品类的市场推广将带来阶段性费用投入，预计 2026-2028 年销售费用率分别为 18.5%、18.5%、18.5%。管理费用方面，预计公司费用投放保持相对稳定，2026-2028 年管理费用率 3.6%、3.6%、3.6%。研发费用方面，公司 25 年前置性投入了新品研发费用，未来预计费用绝对规模将保持增长，但费用率有望随收入快速增长而摊薄，预计 2026-2028 年研发费用率 12.5%、10.5%、9.0%。



5.2、投资建议及估值

我们预计公司 2026-2028 年归母净利润 11.7、24.3、42.2 亿元，对应 EPS 分别为 2.92、6.06、10.51 元。选取同为消费电子品牌出海企业的安克创新、绿联科技、萤石网络作为可比公司，可比公司 2026-2028 年平均 PE 分别为 23.7、19.4、16.1 倍。公司是智能影像设备行业稀缺标的，兼具“科技+消费”属性，平台化布局下收入有望维持较高增速。当前公司盈利能力处于阶段性经营周期底部，未来业绩有望迎来较大修复弹性，维持“买入”评级。

图表36：可比公司估值

| 证券代码 | 股票名称 | 股价（元） | EPS | | | | | PE | | | | |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| 301606.SZ | 绿联科技 | 58.6 | 1.1 | 1.7 | 2.8 | 3.7 | 4.8 | 33.9 | 34.6 | 21.4 | 16.5 | 12.6 |
| 300866.SZ | 安克创新 | 100.4 | 4.0 | 4.8 | 6.0 | 7.3 | 8.8 | 24.5 | 24.1 | 18.0 | 14.7 | 12.2 |
| 688475.SH | 萤石网络 | 27.2 | 0.6 | 0.7 | 0.9 | 1.0 | 1.2 | 47.2 | 41.9 | 31.7 | 27.1 | 23.4 |
| | 平均 | 62.1 | 1.9 | 2.4 | 3.2 | 4.0 | 4.9 | 35.2 | 33.5 | 23.7 | 19.4 | 16.1 |
| 688775.SH | 影石创新 | 134.4 | 2.8 | 2.3 | 2.9 | 6.1 | 10.5 | - | - | 47.0 | 22.6 | 13.0 |

来源：wind，国金证券研究所 注：股价为 7 月 2 日收盘价，可比公司中绿联科技 EPS 为国金证券预测、其余为 wind 一致预期



6、风险提示

新品表现不及预期：公司新品持续迭代，产品线布局逐步完善；但新品能否顺利放量、市场接受度能否达到预期，仍存在一定不确定性。

竞争加剧：便携影像赛道景气度持续提升，吸引更多厂商加速入局；若行业竞争格局超预期恶化，公司市场份额及产品盈利能力存在承压风险。

存储等原材料价格波动：公司主要产品涉及多类电子元器件，存储等相关原材料价格受宏观环境及供需关系影响存在周期性波动；若成本端出现超预期上行，可能对公司毛利率造成一定扰动。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

| | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 主营业务收入 | 3,636 | 5,574 | 9,741 | 15,896 | 24,548 | 35,299 |
| 增长率 | | 53.3% | 74.8% | 63.2% | 54.4% | 43.8% |
| 主营业务成本 | -1,602 | -2,665 | -5,286 | -9,121 | -13,742 | -19,419 |
| %销售收入 | 44.0% | 47.8% | 54.3% | 57.4% | 56.0% | 55.0% |
| 毛利 | 2,035 | 2,910 | 4,456 | 6,775 | 10,806 | 15,880 |
| %销售收入 | 56.0% | 52.2% | 45.7% | 42.6% | 44.0% | 45.0% |
| 营业税金及附加 | -31 | -46 | -48 | -127 | -196 | -282 |
| %销售收入 | 0.9% | 0.8% | 0.5% | 0.8% | 0.8% | 0.8% |
| 销售费用 | -528 | -826 | -1,679 | -2,941 | -4,541 | -6,530 |
| %销售收入 | 14.5% | 14.8% | 17.2% | 18.5% | 18.5% | 18.5% |
| 管理费用 | -114 | -253 | -362 | -572 | -884 | -1,271 |
| %销售收入 | 3.1% | 4.5% | 3.7% | 3.6% | 3.6% | 3.6% |
| 研发费用 | -448 | -777 | -1,530 | -1,908 | -2,578 | -3,177 |
| %销售收入 | 12.3% | 13.9% | 15.7% | 12.0% | 10.5% | 9.0% |
| 息税前利润 (EBIT) | 913 | 1,008 | 838 | 1,228 | 2,607 | 4,620 |
| %销售收入 | 25.1% | 18.1% | 8.6% | 7.7% | 10.6% | 13.1% |
| 财务费用 | -10 | 19 | -53 | -18 | 1 | -28 |
| %销售收入 | 0.3% | -0.3% | 0.5% | 0.1% | 0.0% | 0.1% |
| 资产减值损失 | -33 | -45 | -68 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 2 | 15 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 22 | 33 | 50 | 30 | 30 | 30 |
| %税前利润 | 2.4% | 3.1% | 5.9% | 2.3% | 1.1% | 0.6% |
| 营业利润 | 934 | 1,058 | 842 | 1,279 | 2,679 | 4,662 |
| 营业利润率 | 25.7% | 19.0% | 8.6% | 8.0% | 10.9% | 13.2% |
| 营业外收支 | -2 | 0 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 税前利润 | 933 | 1,059 | 840 | 1,279 | 2,679 | 4,662 |
| 利润率 | 25.6% | 19.0% | 8.6% | 8.0% | 10.9% | 13.2% |
| 所得税 | -103 | -64 | 47 | -128 | -268 | -466 |
| 所得税率 | 11.1% | 6.0% | -5.6% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| 净利润 | 830 | 995 | 886 | 1,151 | 2,411 | 4,196 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | -42 | -20 | -20 | -20 |
| 归属于母公司的净利润 | 830 | 995 | 929 | 1,171 | 2,431 | 4,216 |
| 净利率 | 22.8% | 17.8% | 9.5% | 7.4% | 9.9% | 11.9% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------|------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润 | 830 | 995 | 886 | 1,151 | 2,411 | 4,196 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | -42 | -20 | -20 | -20 |
| 非现金支出 | 62 | 94 | 159 | 82 | 95 | 109 |
| 非经营收益 | -49 | -101 | -196 | 212 | -27 | -27 |
| 营运资金变动 | -81 | 184 | 537 | 91 | 468 | 464 |
| 经营活动现金净流 | 762 | 1,172 | 1,386 | 1,536 | 2,948 | 4,741 |
| 资本开支 | -117 | -150 | -320 | -190 | -135 | -125 |
| 投资 | -275 | -1,563 | -2,326 | -208 | -2,050 | -2,050 |
| 其他 | 2 | 19 | 99 | 30 | 30 | 30 |
| 投资活动现金净流 | -389 | -1,694 | -2,547 | -368 | -2,155 | -2,145 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 2,269 | -300 | 20 | 30 |
| 债权募资 | 0 | 0 | 122 | -457 | 106 | -106 |
| 其他 | -12 | -18 | -60 | -473 | -976 | -1,689 |
| 筹资活动现金净流 | -12 | -18 | 2,331 | -1,230 | -850 | -1,765 |
| 现金净流量 | 368 | -545 | 1,176 | -61 | -57 | 831 |

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 825 | 280 | 1,470 | 1,395 | 1,327 | 2,151 |
| 应收款项 | 116 | 294 | 404 | 566 | 874 | 1,257 |
| 存货 | 494 | 1,000 | 2,919 | 2,999 | 4,706 | 6,916 |
| 其他流动资产 | 359 | 2,429 | 4,989 | 5,497 | 7,570 | 9,648 |
| 流动资产 | 1,794 | 4,004 | 9,782 | 10,456 | 14,477 | 19,973 |
| %总资产 | 58.9% | 79.7% | 87.8% | 92.4% | 94.1% | 95.6% |
| 长期投资 | 873 | 481 | 391 | 48 | 48 | 48 |
| 固定资产 | 285 | 367 | 446 | 531 | 574 | 593 |
| %总资产 | 9.3% | 7.3% | 4.0% | 4.7% | 3.7% | 2.8% |
| 无形资产 | 19 | 30 | 72 | 83 | 84 | 84 |
| 非流动资产 | 1,253 | 1,017 | 1,354 | 861 | 901 | 917 |
| %总资产 | 41.1% | 20.3% | 12.2% | 7.6% | 5.9% | 4.4% |
| 资产总计 | 3,047 | 5,021 | 11,135 | 11,317 | 15,378 | 20,890 |
| 短期借款 | 12 | 18 | 161 | 200 | 306 | 200 |
| 应付款项 | 555 | 1,335 | 3,466 | 3,722 | 5,604 | 7,913 |
| 其他流动负债 | 261 | 438 | 1,045 | 1,049 | 1,630 | 2,354 |
| 流动负债 | 828 | 1,791 | 4,672 | 4,971 | 7,540 | 10,466 |
| 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 32 | 49 | 615 | 115 | 148 | 194 |
| 负债 | 861 | 1,840 | 5,286 | 5,086 | 7,688 | 10,660 |
| 普通股股东权益 | 2,186 | 3,181 | 5,802 | 6,204 | 7,683 | 10,243 |
| 其中：股本 | 360 | 360 | 401 | 401 | 401 | 401 |
| 未分配利润 | 1,467 | 2,462 | 3,373 | 4,075 | 5,534 | 8,063 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 47 | 27 | 7 | -13 |
| 负债股东权益合计 | 3,047 | 5,021 | 11,135 | 11,317 | 15,378 | 20,890 |

比率分析

| | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 2.304 | 2.763 | 2.316 | 2.921 | 6.062 | 10.513 |
| 每股净资产 | 6.072 | 8.836 | 14.468 | 15.472 | 19.160 | 25.542 |
| 每股经营现金净流 | 2.117 | 3.255 | 3.456 | 3.831 | 7.351 | 11.824 |
| 每股股利 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 1.168 | 2.425 | 4.205 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 37.95% | 31.27% | 16.01% | 18.88% | 31.64% | 41.16% |
| 总资产收益率 | 27.23% | 19.81% | 8.34% | 10.35% | 15.81% | 20.18% |
| 投入资本收益率 | 36.94% | 29.59% | 14.72% | 17.18% | 29.35% | 39.86% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 78.16% | 53.29% | 74.76% | 63.18% | 54.43% | 43.80% |
| EBIT 增长率 | 126.58% | 10.39% | -16.81% | 46.44% | 112.40% | 77.19% |
| 净利润增长率 | 103.66% | 19.91% | -6.62% | 26.09% | 107.55% | 73.43% |
| 总资产增长率 | 53.86% | 64.80% | 121.79% | 1.63% | 35.88% | 35.84% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 6.6 | 9.8 | 9.8 | 10.0 | 10.0 | 10.0 |
| 存货周转天数 | 96.3 | 102.4 | 135.3 | 120.0 | 125.0 | 130.0 |
| 应付账款周转天数 | 98.1 | 110.4 | 145.7 | 130.0 | 130.0 | 130.0 |
| 固定资产周转天数 | 14.7 | 11.5 | 16.7 | 11.0 | 7.5 | 5.3 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -37.18% | -36.66% | -83.95% | -85.78% | -93.91% | -99.73% |
| EBIT 利息保障倍数 | 87.8 | -52.8 | 15.9 | 66.9 | -1,740.6 | 167.4 |
| 资产负债率 | 28.25% | 36.64% | 47.47% | 44.94% | 49.99% | 51.03% |

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 0 | 2 | 3 | 7 | 9 |
| 增持 | 0 | 2 | 4 | 7 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 1.50 | 1.57 | 1.50 | 1.00 |

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|-------------------------------|------------------------------|------------------------------------|
| 电话：021-80234211 | 电话：010-85950438 | 电话：0755-86695353 |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204 | 邮编：100005 | 邮编：518000 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼 | 地址：北京市东城区建内大街26号 新闻大厦8层南侧 | 地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806 |



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究